

证券研究报告 / 公司深度报告

买入

上次评级: 增持

## 强者恒强，成本及规模优势助力公司继续成长

### 报告摘要:

**2020 年行业业务量仍有望 20% 高增长，政策利好减缓成本上行压力。** 2020 年 1 月的春节效应和疫情影响冲击快递业务量。但我们认为全年快递业务量增速仍有望维持 20%。1) 1 季度为全年淡季，占全年比例为 18.75%，且冲击主要体现在 1-2 月，影响有限；2) 线上供需两端增加，加速线上渗透率提升，全年实物商品网上零售总额同比增速有望达 20.18%，支撑快递业务量 20% 增速。此外，国家利好政策减缓快递企业成本压力，免收高速费及减免缴费保守估计能提升企业利润率 4% 以上。**价格战仍将持续，强者恒强趋势难逆转。** 2019Q1 开始国内六家上市快递企业行业新增业务量占有超 100%，二三线快递企业基本退出市场。但目前行业格局未稳，各家企业市占率尚未拉开明显差距，区域竞争仍然胶着，此外领先的尾部企业如申通和圆通仍在加大投入缩小与头部企业成本及业务量差距，叠加顺丰、京东等大力度进军电商快递市场，行业价格战仍将持续。但我们认为头部领先企业经过多年积累，已在业务量方面构建的规模优势、持续大规模资本投入构建的成本优势以及长期经营积累的资金优势三大方面领先，落后企业越来越难以赶超。在行业不发生重组的情况下，头部企业继续分化，强者恒强趋势难逆转。

**成本优势便于攻城略地，规模优势稳定网络。** 公司远领先于行业的机械设备和运输工具投入及行业第二的业务量打造了成本优势及规模优势，保证公司在行业激烈价格战中具备较强的成本安全垫和加盟商稳定性。公司市占率稳步提升且新增业务量市占率领先头部落后企业。公司成本及规模优势有望维持公司强竞争力，在头部企业分化中，继续成长。

**投资建议:** 疫情对全年业务量冲击有限，仍有望维持 20% 增速，而政策利好减轻企业成本端压力，快递行业兼具防守及进攻性。此外，头部企业继续分化，而业务量、成本及资本投入占据优势的参与者将强者恒强。预计公司 2019-2021 年 EPS 分别为 1.29 元、1.58 元、2.02 元，对应 PE 分别 25.40x、20.77x、16.27x，上调为“买入”评级。

**风险提示:** 上游电商需求下滑明显，快递行业价格战超预期，疫情超预期发展

### 股票数据

2020/2/21

6 个月目标价 (元)	37.89
收盘价 (元)	32.79
12 个月股价区间 (元)	26.69 ~ 41.17
总市值 (百万元)	73,000
总股本 (百万股)	2,226
A 股 (百万股)	2,226
B 股/H 股 (百万股)	0/0
日均成交量 (百万股)	13

### 历史收益率曲线



涨跌幅 (%)	1M	3M	12M
绝对收益	1%	1%	25%
相对收益	1%	-5%	5%

### 相关报告

- 《韵达股份 (002120.SZ): 业务高增长，成本管控能力再提升》 20191031
- 《韵达股份 (002120): 运营质量效益显著，业务量高增长》 20190919
- 《韵达股份 (002120): 业务增速领跑行业，单票收入有所下降》 20190831
- 《韵达股份 (002120) 年报点评: 规模增长与成本管控并举，业绩超预期》 20190430

### 证券分析师: 瞿永忠

执业证书编号: S0550515110002  
(021)20363212 quyz@nesc.cn

### 研究助理: 王哲宇

执业证书编号: S0550119100015  
(021)20361258 wangzhey@nesc.cn

财务摘要 (百万元)	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	9,986	13,856	35,386	44,816	55,288
(+/-)%	35.86%	38.76%	155.38%	26.65%	23.37%
归属母公司净利润	1,589	2,698	2,874	3,515	4,488
(+/-)%	35.01%	69.76%	6.51%	22.32%	27.67%
每股收益 (元)	0.71	1.21	1.29	1.58	2.02
市盈率	64.13	25.00	25.40	20.77	16.27
市净率	19.56	5.89	5.21	3.98	3.19
净资产收益率 (%)	30.50%	23.54%	20.51%	19.14%	19.64%
股息收益率 (%)	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
总股本 (百万股)	1,217	1,713	2,226	2,226	2,226

## 目 录

<b>1. 政策支持快递加速复工，全年业务量仍有望维持高增长.....</b>	<b>5</b>
1.1. 短期冲击无可避免，仍看好全年快递业务量高增长.....	5
1.2. 政策减负对冲成本上升，快递企业压力减少.....	7
<b>2. 电商快递行业激烈竞争持续，强者恒强趋势明显 .....</b>	<b>8</b>
2.1. 二三线快递企业持续挤出，行业进入头部竞争格局.....	9
2.2. 格局未稳，行业价格战竞争仍将持续.....	12
2.3. 推演：头部企业强者恒强趋势难改变.....	14
<b>3. 成本及规模优势助力公司继续成长.....</b>	<b>16</b>
3.1. 稳扎稳打，业务规模居行业第二.....	16
3.2. 乘快递发展东风，业绩快速增长.....	17
3.3. 精益管理提升成本优势，规模领先强化竞争能力.....	18
3.3.1. 精细化管理打造成本优势，对冲价格战风险.....	18
3.3.2. 规模优势降低成本及提升加盟商稳定性.....	20
3.3.3. 业务量高速增长，规模继续提升.....	21

## 图表目录

图 1: 一季度快递业务量占全年比例 (%)	5
图 2: 实物商品占网上零售总额比重 (%)	6
图 3: 网上零售额与快递业务量月度增速对比 (%)	6
图 4: 网上零售额与快递业务量年增速对比 (%)	6
图 5: 运输成本各细项占比 (%)	8
图 6: 减免高速费对利润率提升幅度	8
图 7: 2018 年细分物流市场规模 (亿元, %)	9
图 8: 国内头部快运企业网络模式	9
图 9: 国内快递企业上市时间	10
图 10: 快递服务品牌集中度指数 CR8	10
图 11: 2008 年-2019 年快递单票价格变化 (元)	11
图 12: 快递服务品牌集中度指数 CR8	11
图 13: 国内快递企业格局	11
图 14: 快递上市公司业务量市占率 (%)	12
图 15: 快递上市公司业务量占新增量比例 (%)	12
图 16: 2019 前三季度各公司业务量市占率 (%)	12
图 17: 2017 年美国快递业务量集中度情况 (%)	12
图 18: 19 年 H1 三家快递企业区域营收 (亿元)	13
图 19: 2019 年 1-11 月快递行业收入区域分布	13
图 20: 东中西快递业务量增速比较 (%)	13
图 21: 东中西部快递业务量占比 (%)	13
图 22: 购建固定无形及其他长期资产支付现金 (亿元)	13
图 23: 圆通速递与中通快递单票价格变化 (元)	13
图 24: 快递企业业务量增速变化 (%)	14
图 25: 快递企业单票价格变化 (元)	14
图 26: 快递行业强者恒强格局难改变	14
图 27: 截至 2019Q3 各快递企业在手现金情况 (亿元)	15
图 28: 2019H1 韵达股份各项业务营业收入占比	16
图 29: 各公司业务量市占率变化	16
图 30: 韵达股份股权结构	17

图 31: 快递行业业务量及增速.....	18
图 32: 快递行业业务收入及增速.....	18
图 33: 2013 年至今公司营业收入及增速.....	18
图 34: 2013 年至今公司扣非后归母净利润及增速.....	18
图 35: 韵达股份转运中心数量变化 (个) .....	19
图 36: 2018 年快递企业转运中心数量及直营率 .....	19
图 37: 各家快递企业单个转运中心对应业务量.....	20
图 38: 快递企业单票成本对比 (中转+运输, 元) .....	20
图 39: 机器设备及运输工具占固定资产比例.....	20
图 40: 快递企业机器设备账面价值比较 (亿元) .....	20
图 41: 快递企业运输设备账面价值比较 (亿元) .....	20
图 42: 2019 年 H1 电商快递上市企业加盟商数量.....	21
图 43: 19H1 快递企业单个加盟商业务量 (万票) .....	21
图 44: 公司快递业务量增速及行业增速比较.....	22
图 45: 公司市占率稳步提升.....	22
图 46: 公司占行业新增业务量比例 (%) .....	22
图 47: 快递企业业务量对价格弹性 (%) .....	22
图 48: 快递企业新增业务量市占率 (%) .....	22
表 1: 测算 2020 年 1-2 月快递业务量.....	5
表 2: 线上占比提升下, 实物商品网上零售额增速 (%) .....	7
表 3: 影响覆盖面的统计.....	7
表 4: 影响程度及分布情况.....	7
表 5: 利好政策汇总.....	8
表 6: 减轻人力成本对利润率提升.....	8
表 7: 物流细分行业差异性比较.....	10
表 8: 快递公司追赶行业头部公司所需业务量增速测算 (亿件) .....	15
表 9: 韵达股份的历史沿革.....	17
表 10: A 股上市快递企业募集资金投向.....	19
表 11: 2018 年快递服务品牌主要时限指标排名表现.....	21

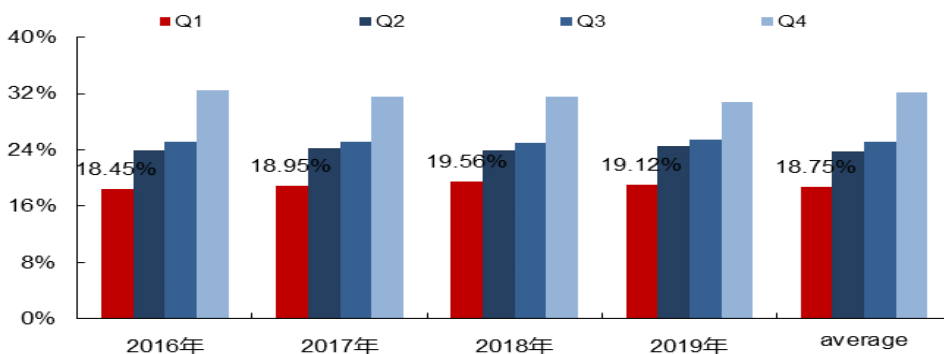
## 1. 政策支持快递加速复工，全年业务量仍有望维持高增长

### 1.1. 短期冲击无可避免，仍看好全年快递业务量高增长

政策保障快递行业加速复工，快递复工走在行业之先。疫情冲击下，对各行各业复工均造成负面影响，而快递承担社会基本公共服务，是民生重点。2月8日国家邮政局党组书记、局长马军胜主持召开专题电话会议，计划在2月中旬，快递业生产恢复到正常产能的4成以上，到2月下旬，根据疫情变化和形势发展，继续提高产能比重。在“四个确保”、“三个优先”、“一个梯度推进”的保障下，快递行业复工率加速推进。2月17日，全国快件揽收量1.12亿件，达到正常业务量的6成，投递量超过8000万件，超过正常业务量的4成。快递小哥复工到岗人员超过200万人，快递行业复工率已达四成，已成为复工复产的“先行者”。

一季度为淡季，对全年快递业务量影响有限。从总量来看，电商促销节基本集中于一季度之后，且受1-2月春节影响，该阶段消费者网上购物需求弱，因此一季度为全年淡季，从统计数据情况来看，近4年一季度快递业务量占全年比例仅为18.75%。从结构来看：由于2020年春节在1月（除夕-初七在1月24日至1月31日），而疫情对快递行业的冲击主要在2月，2020年快递业务量影响主要体现在1月和2月，由于1-2月处在全年快递行业淡季，对全年快递业务量影响较小。

图 1：一季度快递业务量占全年比例（%）



数据来源：国家邮政局，东北证券

预计1月快递业务量同比减少15%左右，2月快递业务量同比减少40%左右。通过对春节及疫情的考量，做三个核心假设：1.春节期间，业务量为平时十分之一；2.春节前7天，业务量为平时6成；3.疫情对快递行业影响为延长春节7天，2月9日-2月20日，业务量恢复至平时的3成，2月21日至2月底，业务量恢复至平时的6成。4.假设2020年各月增速为20%。基于该四个假设条件，以2019年快递行业数据为基准，测算得1月快递业务量同比减少15%左右，2月减少40%左右。

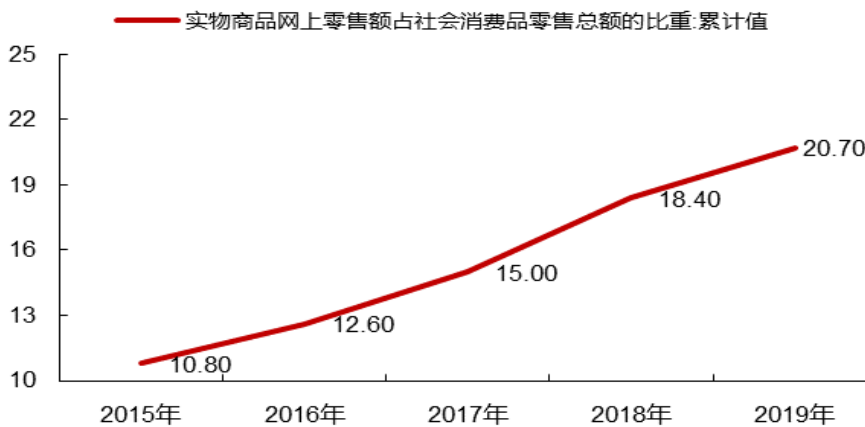
表 1：测算 2020 年 1-2 月快递业务量

	2019年 各月有效日 (亿件)	各月有效日 (天)	日均业务量 (亿件)	20年有效天数 (天)	静态推演 (亿件)	同比 (%)	直线推演 (亿件)	同比 (%)
1月	45.23	29.4	1.54	20.90	32.15	-28.91%	38.58	-14.69%
2月	27.60	22.7	1.22	8.50	13.34	-51.67%	16.00	-42.00%

数据来源：东北证券

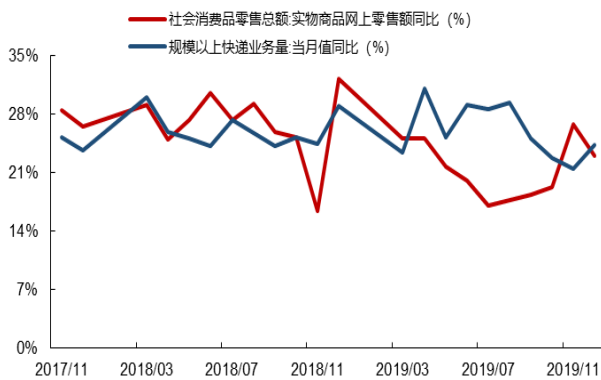
看好疫情冲击下线上渗透率提升,快递行业全年增速有望维持 20%增长。短期来看,由于收派件受限及电商复工延迟影响,压制快递业务量增长。但压制业务量增长的核心原因,并非线上需求下滑,而是电商复工难及快递配送难的供给因素压制。站在长期的角度,从消费端来看,疫情催生“宅经济”,消费者减少外出,将更多消费转移至线上,一方面增加了消费者线上用户量,另一方面增加线上消费金额。从供应端来看,疫情迫使更多商家由线下转移至线上,进一步丰富线上品类。线上供给与需求的双增提升网购线上渗透率。根据《淘宝经济暖报》显示,2月以来,每天超过3万人在淘宝开新店,厂商直接上淘宝直播卖货的同比增长50%。2017年-2019年,实物商品网上零售总额占社会零售总额比例分别增长2.4pct、3.4pct、2.3pct,2019年实物商品网上零售总额占社会零售总额比例为20.7%,仍有巨大提升空间。对比往年实物商品网上零售总额增速与快递业务量月度增速与年度增速,两者基本相差比例不大。通过对2020年社会零售总额增速与网上渗透率进行假设测算,如果2020年社会零售总额增速同比增长5%(较2019年下降3pct),实物商品网上零售总额占社会零售总额提升3pct,则实物商品网上零售总额同比增速有望达20.18%。疫情冲击下,短期来看,大量线下消费被迫转移至线上,但导致线上供给及需求的双增,有利于加速线上消费占比提升,对于全年快递业务量增速可以更为乐观,我们认为全年业务量增速仍有20%以上。

图 2: 实物商品占网上零售总额比重 (%)



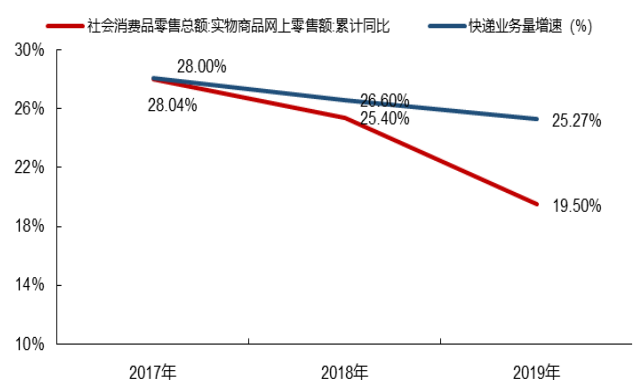
数据来源: 国家统计局, 东北证券

图 3: 网上零售额与快递业务量月度增速对比 (%)



数据来源: 国家统计局、国家邮政局, 东北证券

图 4: 网上零售额与快递业务量年增速对比 (%)



数据来源: 国家统计局、国家邮政局, 东北证券

**表 2: 线上占比提升下, 实物商品网上零售额增速 (%)**

	2pct	3pct	4pct	5pct	6pct
4%	14.01%	19.03%	24.06%	29.08%	34.10%
5%	15.11%	20.18%	25.25%	30.32%	35.39%
6%	16.20%	21.32%	26.44%	31.56%	36.68%
7%	17.30%	22.47%	27.63%	32.80%	37.97%
8%	18.40%	23.61%	28.83%	34.04%	39.26%

数据来源: 东北证券

注: 左边第一列数据为假设 2020 年社会零售总额增速, 第一行为假设 2020 年较 2019 年实物商品网上零售总额占社会零售总额提升百分比

## 1.2. 政策减负对冲成本上升, 快递企业压力减少

复盘“非典”, 物流企业收入及成本双承压。根据《SARS 对物流业影响的调查报告》统计, 在 SARS 事件中, 对于物流企业整体而言是负面影响, 主要体现在收入减少及成本上升。根据统计, 有 60% 的物流企业收入下降, 70% 的物流企业面临成本上升。对收入的加权影响为 20.4%, 成本的加权影响为 14.5%。

**表 3: 影响覆盖面的统计**

影响	收入	总成本	其中	
			运输成本	仓储成本
不变	22.0%	24.6%	20.8%	42.2%
上升	16.2%	70.2%	73.6%	51.5%
下降	61.8%	5.2%	5.6%	6.7%

数据来源: 《SARS 对物流业影响的调查报告》, 东北证券

**表 4: 影响程度及分布情况**

影响	收入	总成本	运输成本	仓储成本
<10%	35.9%	54.1%	43.8%	47.1%
10%-30%	48.7%	37.8%	46.9%	41.1%
30%-50%	7.7%	2.7%	6.2%	5.9%
加权平均	20.4%	14.5%	17.5%	17.4%

数据来源: 《SARS 对物流业影响的调查报告》, 东北证券

利好政策频出, 对冲快递企业成本上升。疫情冲击下, 复工难的问题压制收入增长, 而运输、人工等成本给企业经营也造成较大压力。从 2 月 6 日起, 国家出台一系列政策, 对快递企业成本降低及改善现金流起到显著作用。根据测算, 通过免收高速费和减免企业养老、失业、工伤保险单位缴费能够提升企业利润率 4% 以上。政策支持减轻快递公司成本压力。

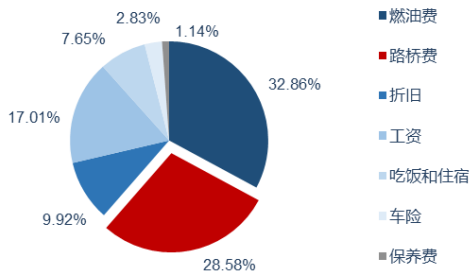


表 5: 利好政策汇总

项目	实行日期	政策部分内容
改善现金流	1月1日起	自1月1日起暂采取以下措施: 对运输防控重点物资和提供公共交通、生活服务、邮政快递收入免征增值税。
减轻运输成本	2月-6月	《关于新冠肺炎疫情防控期间免收收费公路车辆通行费的通知》: 2月17日零时起至疫情防控工作结束, 全国收费公路免收车辆通行费。
减轻人力成本	小微企业: 2月-6月 大型企业: 2月-4月	一是阶段性减免企业养老、失业、工伤保险单位缴费, 以减轻疫情对企业特别是中小微企业的影响, 使企业恢复生产后有一个缓冲期。除湖北外各省份, 从2月到6月可对中小微企业免征上述三项费用, 从2月到4月可对大型企业减半征收; 湖北省从2月到6月可对各类参保企业实行免征。

数据来源: 东北证券

图 5: 运输成本各细项占比 (%)



数据来源: 东北证券

图 6: 减免高速费对利润率提升幅度

自有占比	外包比例	利润率提升幅度
30%	70%	3.74%
40%	60%	4.03%
50%	50%	4.31%
60%	40%	4.60%
70%	30%	4.89%
80%	20%	5.18%

数据来源: 东北证券

表 6: 减轻人力成本对利润率提升

2018 年为基准	圆通速递	韵达股份	申通股份	德邦股份	顺丰控股
养老保险 (亿元)	1.32	0.66	0.72	4.53	10.18
失业保险 (亿元)	0.04	0.02	0.02	0.24	0.32
工伤保险 (亿元)	0.05	0.02	0.02	0.16	0.49
总计 (亿元)	1.41	0.7	0.76	4.93	10.99
假设能够在外包公司取得 50% 的减免金额为中性假设, 全部取得为乐观					
保守估计 (亿元)	0.18	0.09	0.10	0.62	1.37
乐观估计 (亿元)	0.35	0.30	0.23	0.70	4.58
中性估计 (亿元)	0.26	0.19	0.16	0.66	2.98
利润占比					
归母净利润 (亿元)	19.04	26.98	20.49	7	45.56
保守估计 (%)	0.93%	0.32%	0.46%	8.80%	3.02%
中性估计 (%)	1.39%	0.72%	0.80%	9.39%	6.53%
乐观估计 (%)	1.86%	1.12%	1.13%	9.97%	10.05%

数据来源: 东北证券

## 2. 电商快递行业激烈竞争持续, 强者恒强趋势明显

快递标准化、质量小的特点使得该产品适于大规模作业, 同时强消费属性和客户分散的特点又需要大量的资本投入满足全国网络覆盖要求以实现门对门服务, 及大量

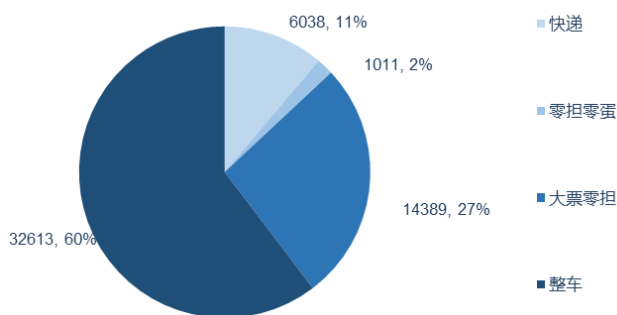


自动设备及车辆投入满足大批量业务的高效处理和强时效要求。2016 年国内优秀快递企业上市募集资金强化自身实力，叠加当年快递业务量增速大幅下滑影响，快递行业加速分化。随着价格战的持续及行业增速逐年下降，二三线快递企业逐步被挤出市场，头部六家快递企业业务量市占率达 81%，快递行业进入头部竞争格局。但目前行业格局未稳，头部企业市占率尚未拉开明显差距，部分区域竞争仍显胶着，且头部落后企业仍在加大资本开支追赶头部领先企业，叠加京东物流、顺丰速递等物流巨头大力推进电商快递市场拓展，行业竞争依然激烈，价格战仍将持续。但头部企业通过多年积累已形成业务量领先的规模优势，基础设施投入带来的成本优势以及多年积累所构建的资金优势，有望助力头部领先企业将如滚雪球一般不断强化自身优势，尾部企业越来越难以对头部企业赶超，在新一轮价格战中，快递行业头部企业将继续分化。

### 2.1. 二三线快递企业持续挤出，行业进入头部竞争格局

快递行业强消费及标准化属性要求企业具备更强资金实力进行大量投入。物流市场根据货物重量划分，可以分为快递（0-30kg）、小票零担（30-500kg）、大票零担（500kg-3T）以及整车（3T-10T）四大细分市场。由于各细分市场的产品及下游客户不同，因此对经营这些细分市场的企业提出不同要求。以专线及大票零担市场为例，由于货物非标准化，难以采用统一模式进行运作形成规模效应，此外该市场主要面向企业级客户，因此需要企业同时具备较强账期管理能力及渠道资源，因此市场分散且难以产生超大型企业，国内大型企业主要为一些区域龙头和把控部分渠道资源的专线企业。而快递行业产品标准且重量小，能够采用统一标准作业，但分散的客户资源要求快递企业需具备全国网络运输能力，小而多的数量则要求企业具备较强的自动化水平以提升管理和操作效率。因此大型快递企业往往是具备全国网络运输能力且自动化水平高的企业。在国内，零担及整车市场远大于快递市场规模，但行业属性决定了整车及零担企业的发展规模，而标准化的快递企业则可能在资本的支持下不断强化自身能力进而扩充规模。

图 7：2018 年细分物流市场规模（亿元，%）



数据来源：运联研究院，东北证券

图 8：国内头部快运企业网络模式



数据来源：运联研究院，东北证券

表 7: 物流细分行业差异性比较

	重量	主要参与方	形式	货物属性	客户需求	运行形式	毛利率
快递	0KG-30KG	快递企业	C2C、B2C	标准小件货物	时效快, 成本适中	网络物流企业为主	>20%
小票零担	30KG-500KG	快运企业 专线企业、合	C2C、B2C	标准中小件混杂	时效较快、成本较低	网络物流企业为主 专线物流企业	10-20%
大票零担	500KG-3T	同物流企业 合同物流企	B2B	非标大小件混杂	时效稳定、成本低	业为主 专线物流企	5-15%
整车	3T-10T	业、大车队	B2B	非标大件货物	时效稳定、成本最优	业为主	<10%

数据来源: 东北证券

资本助力快递企业大规模扩张, 行业加速分化。在物流产品中, 随着重量的上升, 产品盈利能力越弱。以各产品为例, 从上海-长沙, 4kg 快递产品对应价格为 30 元, 零担 100kg 对应价格为 219 元, 而专线 1 吨价格约为 300-500 元, 随着单票重量上升 1kg, 产品对应盈利随之减少。快递行业毛利率可达 20% 以上, 较强的盈利能力吸引众多参与者入局, 但行业对企业网络覆盖能力也提出更高要求, 快递企业为满足客户需求所需资本投入远高于零担及专线。由于需要进行全国覆盖以满足客户需求, 因此需进行大量资本开支进行转运中心、车辆以、自动化及信息化投入。2016 年起, 国内优质快递企业迎来上市潮, 纷纷上市募集资金进行产能扩张及能力提升, 叠加当年快递业务量增速明显下滑, 行业加速分化, 自 2016 年下半年开始, 行业 CR8 迅速提升。

图 9: 国内快递企业上市时间



数据来源: 东北证券

图 10: 快递服务品牌集中度指数 CR8



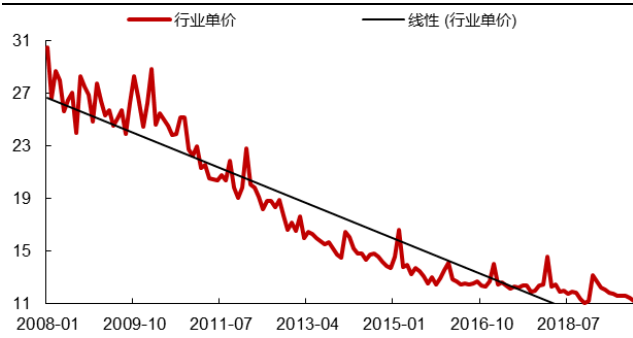
数据来源: 国家邮政局, 东北证券

注: 剔除 1-2 月因为春节因素对业务量影响

快递行业同质化竞争, 价格为主要竞争手段。快递为标准化产品, 适合大批量自动化处理, 规模效应明显, 因此快递企业对业务量具有很强诉求。但国内快递企业同质化明显, 运营方式基本是采用加盟模式为电商客户提供陆运运输的 3 日达弱时效产品, 因此价格是主要竞争手段。2008 年至今, 国内快递行业单票均价由 30 元降至 11 元。在行业激烈的价格战中, 大型快递企业由于在资金实力、自动化水平、业务量规模、信息化建设方面具备优势, 因此具备更强成本管控能力。在激烈价格竞争下, 头部快递企业具备更强竞争力并不断强化自身优势, 行业头部企业市占率逐步提升, 而上市快递企业在资本助力下进一步扩大自身优势, 截止 2019 年 Q3 国

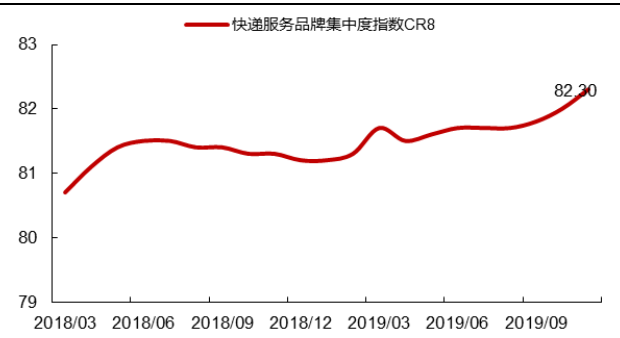
内快递服务品牌集中度指数 CR8 已达 82.3%。

图 11: 2008 年-2019 年快递单票价格变化 (元)



数据来源: 国家邮政局, 东北证券

图 12: 快递服务品牌集中度指数 CR8



数据来源: 国家邮政局, 东北证券

注: 中通快递、韵达股份、圆通速递、申通快递、百世集团、顺丰控股、天天快递、EMS

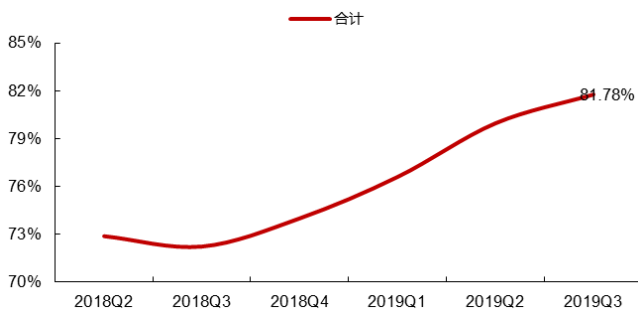
二三线快递企业持续挤出, 行业进入头部竞争格局。快递行业业务量维持 25% 以上的高速增长, 但行业蛋糕变大并未缓解激烈的竞争。残酷的价格战不仅让头部企业侵占了增量市场, 也在不断挤占二三线快递企业生存空间, 行业已步入快递头部企业竞争格局。1) 头部企业占据市场增量后, 开始抢占对手业务量。将市场快递业务量拆分为已有存量以及行业增量, 2018Q2-2019Q3, 快递上市企业占业务量增量市占率不断提升, 2019 年 Q1 6 家头部快递企业新增业务量市占率已经达到 113%, 头部企业在抢占市场增量的同时已对二三线快递企业已有存量进行抢占。2) 头部 6 家企业已占据 80% 以上业务量。截止 2019 年 Q3 快递行业 6 家上市企业业务量市占率已达 81.78%, 叠加京东与 EMS 业务量占比, 国内二三线快递企业市占率已基本被挤压。3) 掉队企业相继出局。激烈的价格战严重压缩行业利润, 部分快递企业已相继出局, 已存的二三线企业基本为三类: 背靠电商平台、快递为非主营业务、专注于快递细分市场进行差异化竞争的公司。

图 13: 国内快递企业格局



数据来源: 东北证券

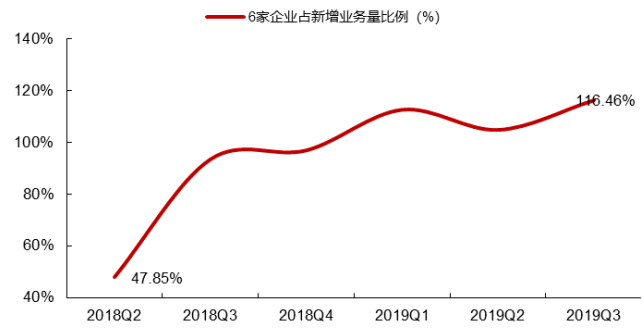
图 14: 快递上市公司业务量市占率 (%)



数据来源: 国家邮政局, 东北证券

注: 中通快递、韵达股份、圆通速递、申通快递、百世集团、顺丰控股

图 15: 快递上市公司业务量占新增量比例 (%)



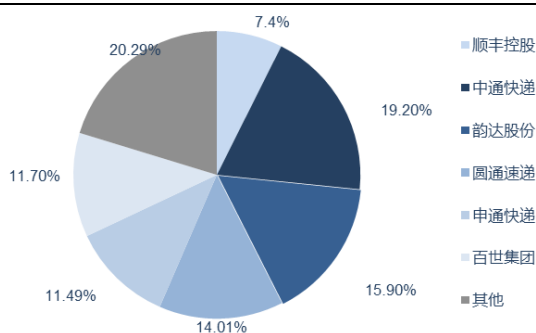
数据来源: 国家邮政局, 东北证券

## 2.2. 格局未稳, 行业价格战竞争仍将持续

虽然快递行业竞争已进入头部企业竞争格局, 但目前电商快递行业格局未稳, 激烈的价格战还远未结束。1) 行业格局未稳, 各家企业市占率尚未拉开明显差距; 2) 头部企业业务量总体领先不代表全方面领先, 分地域来看, 竞争仍然胶着; 3) 领先的尾部企业如申通和圆通仍在加大投入缩小与头部差距; 4) 顺丰、京东和 J&T 等仍在加大力度进军电商快递市场。

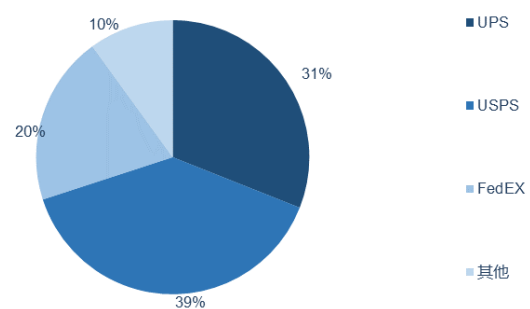
业务量市占率来看: 国内头部六家快递企业占到行业业务量近 80% 份额, 但各企业之间差距并不明显。中通快递与韵达业务量市占率差距为 3.3pct, 而韵达与行业第三圆通业务量市占率仅为 1.9pct, 行业第四及第五业务量市占率差距更小。相比于美国快递行业稳定的竞争格局, CR3 达 90%, 国内快递行业竞争格局尚未稳定。此外, 目前快递行业仍处于 20% 以上增速的高增长阶段, 仍处于成长期, 行业格局尚未固化。

图 16: 2019 前三季度各公司业务量市占率 (%)



数据来源: 国家邮政局, 东北证券

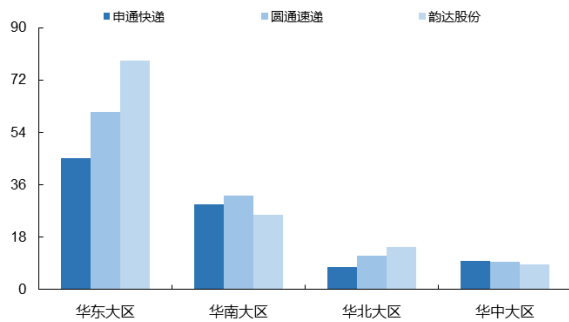
图 17: 2017 年美国快递业务量集中度情况 (%)



数据来源: 各公司公告, 东北证券

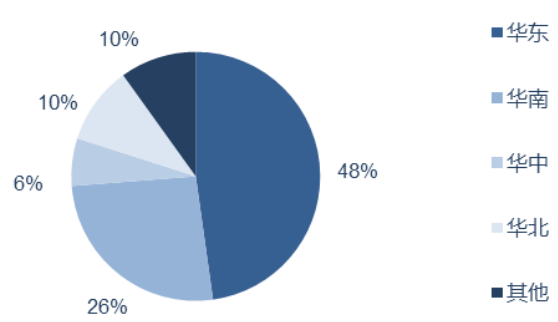
区域占比来看: 对国内快递行业营业收入进行区域划分, 其中四大区域华东、华南、华北和华中地区分别占据 48%、26%、10%、6% 的市场份额。对比 A 股韵达股份、圆通速递和申通快递, 虽然韵达在业务量整体占比中居领先优势, 但从各地区营收结构来看, 华南与华北地区并未占据明显优势地位。而从国内快递业务量区域增速来看, 虽然东部仍为快递业务量的主要贡献区, 但中部增速却为三大区域之首, 快递企业区域竞争仍将持续。

图 18: 19 年 H1 三家快递企业区域营收 (亿元)



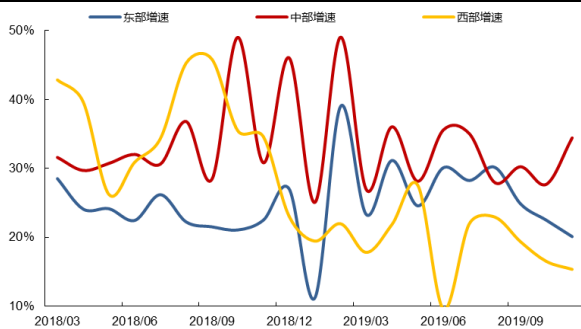
数据来源: 公司公告, 东北证券

图 19: 2019 年 1-11 月快递行业收入区域分布



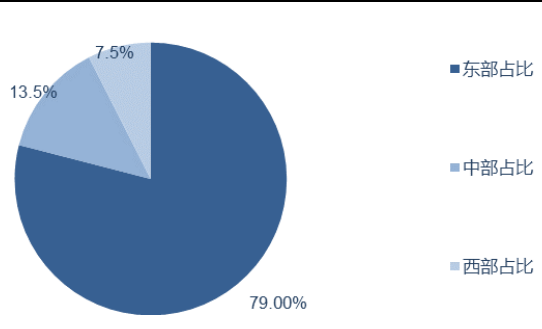
数据来源: 国家邮政局, 东北证券

图 20: 东中西快递业务量增速比较 (%)



数据来源: 公司公告, 东北证券

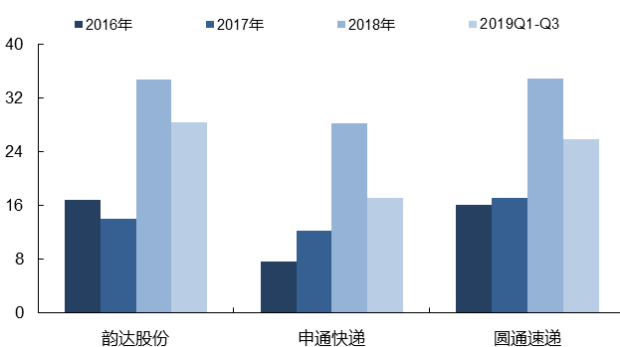
图 21: 东中西部快递业务量占比 (%)



数据来源: 国家邮政局, 东北证券

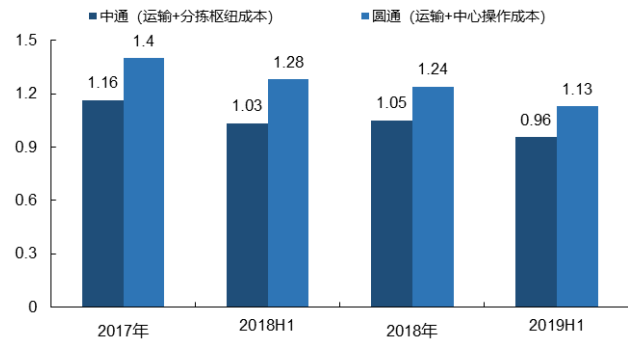
落后头部快递企业仍在加大投入进攻电商快递市场。圆通速递与申通快递虽然较中通及韵达已产生一定差距, 但仍在加大资本开支进行产线自动化升级以及车辆购置以降低成本及提升产能。2019 年申通快递围绕全网每天处理 3500 万单的产能需求目标建设智慧物流运营处理中心。假设产线完成后产能利用率能达到 90%, 则申通目标为每月处理业务量为 9.45 亿单, 业务量目标较目前的 6.83 亿票提升近 38%。圆通也在加强转运中心自动化建设, 提升业务处理能力并降低中心操作成本, 圆通单票成本逐年降低, 与中通单票成本差距逐步缩小。申通及圆通等企业仍在尽力缩小与头部企业的差距。从企业竞争的角度来看, 领先头部企业如中通与韵达在目前掌握规模及成本领先优势的情况下, 如果不充分利用现有优势拉开差距, 则等头部落后企业缩小差距后, 竞争难度将更大。

图 22: 购建固定无形及其他长期资产支付现金(亿元)



数据来源: 各公司公告, 东北证券

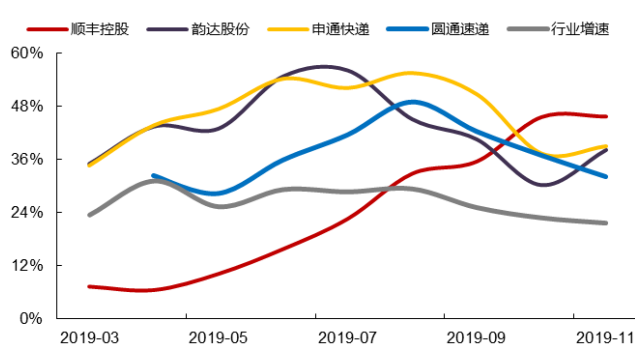
图 23: 圆通速递与中通快递单票价格变化(元)



数据来源: 各公司公告, 东北证券

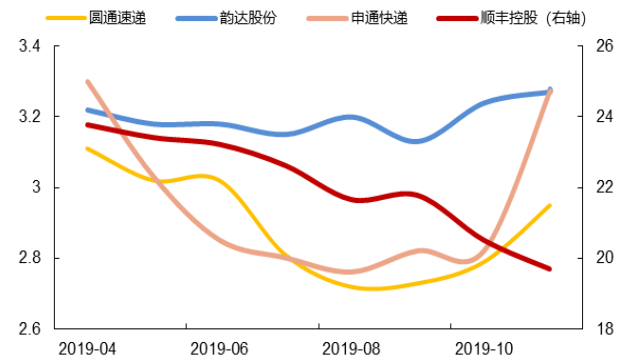
顺丰及京东等加速布局，加剧行业竞争。2020年不仅大而强的物流企业继续加大力度拓展电商快递市场，海外的企业亦有进军分羹的意愿。2019年5月顺丰推出“特惠专配”产品，以6-8元的单票价格大举进攻电商件市场，市场反响良好。从5月开始，顺丰业务量跑出加速度，11月市占率达8%。特惠专配的成功使顺丰找到进攻电商件的路径，预计2020年仍将加大力度进行拓展。2016年11月，京东物流对外发布“京东物流”品牌。2017年4月，京东物流作为独立的子集团正式成立。经过近两年半的努力，京东外部收入占比已达40%，而2020年京东物流将搭建一张全国性加盟网络，服务电商客户。发端于东南亚的直营快递巨头J&T 2020年也计划起网进攻国内电商快递市场。短期来看，多家企业相继加大力度进攻电商难以改变行业现有格局，但仍会对头部企业造成一定分流，且最为迅速起量的办法则采用以价换量的方式迅速实现规模扩张，预计行业竞争将进一步激化。

图 24: 快递企业业务量增速变化 (%)



数据来源：公司公告，东北证券

图 25: 快递企业单票价格变化 (元)

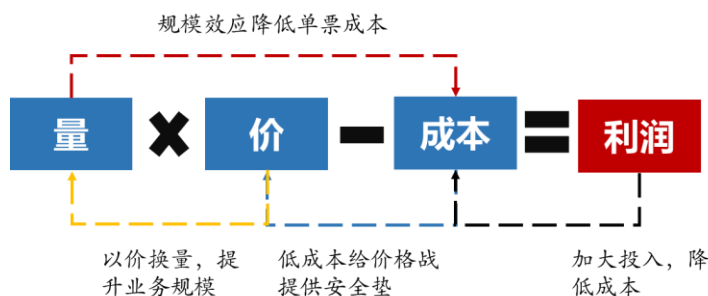


数据来源：公司公告，东北证券

### 2.3. 推演：头部企业强者恒强趋势难改变

行业继续分化，头部企业强者恒强趋势难改变。虽然行业激烈竞争仍将持续，但头部企业通过多年积累已形成业务量领先的规模优势，基础设施投入带来的成本优势以及多年积累所构建的资金优势。头部企业将如滚雪球一般不断强化自身优势，尾部企业越来越难以对头部企业赶超。

图 26: 快递行业强者恒强格局难改变



数据来源：东北证券

规模角度：头部企业规模优势越来越难以超越。假设未来5年快递行业业务量年均复合增长率为18%乐观估计，目前快递市占率最高的中通快递维持行业增速增长，韵达股份、圆通速递、申通快递、百世集团五年后业务量达到中通快递同等水平年均复合增长率需超行业增速5pct、7pct、13pct、12pct。在已拉开差距的基础上，即



使同属于电商快递头部企业，在头部企业不发生重大决策失误情况下，落后企业难以实现对头部企业赶超。

表 8: 快递公司追赶行业头部公司所需业务量增速测算 (亿件)

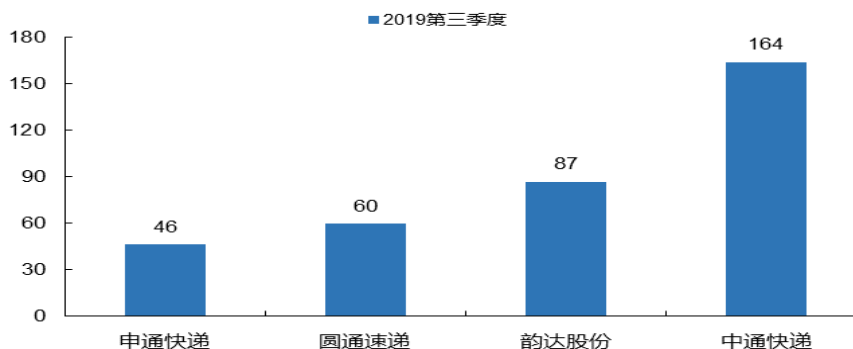
	中通	韵达	申通	圆通	百世	假设行业增速
2019E	121.98	100.75	72.87	89.66	74.14	
2020E	148.81	123.48	95.29	112.49	96.61	22%
2021E	178.58	151.35	124.61	141.12	125.91	20%
2022E	210.72	185.50	162.95	177.04	164.08	18%
2023E	244.43	227.35	213.09	222.11	213.83	16%
2024E	278.65	278.65	278.65	278.65	278.65	14%
年均复合增长率 (%)	18%	23%	31%	25%	30%	18%
超出行业年均增长率	0%	5%	13%	7%	12%	

数据来源: 东北证券

**成本及价格战角度: 成本优势具备更强对冲价格战风险的能力。**一方规模优势转换为**成本优势**: 假设不考虑各家企业学习曲线情况, 头部企业在拥有规模优势的条件下, 通过大量快递件量能够均摊单票运输及转运成本, 较业务量小的企业更具成本优势, 并形成业务量领先-有效降低单票成本-具备更强价格竞争力抢占市场-增加业务量的良性循环。另一方面**大规模资本投入降低单票成本**: 目前领先的中通快递与韵达快递在自动化水平建设及自有车辆方面更为领先, 在同行追赶期内, 头部企业仍将具备成本优势。领先的成本优势一方面可以在价格战中使头部企业具备更强的盈利能力, 面对价格战经营压力相对较小, 另一方面更低的成本也就具备更强的价格竞争力, 在电商客户对价格敏感的情况下, 头部企业可以采取更为激进的价格策略抢夺对手市场。

**资金实力方面: 头部企业具备更强资金实力, 无惧价格战压力。**对比国内上市快递企业在手现金情况, 截止 2019Q3, 中通快递、韵达股份、圆通速递及申通快递在手现金分别为 164 亿元、87 亿元、60 亿元、46 亿元, 头部领先企业具备更多在手现金, 这使得头部领先企业即使面对激烈价格战竞争时仍有充足资金回血并进行基础设施升级。

图 27: 截至 2019Q3 各快递企业手现金情况 (亿元)



数据来源: 各公司公告, 东北证券



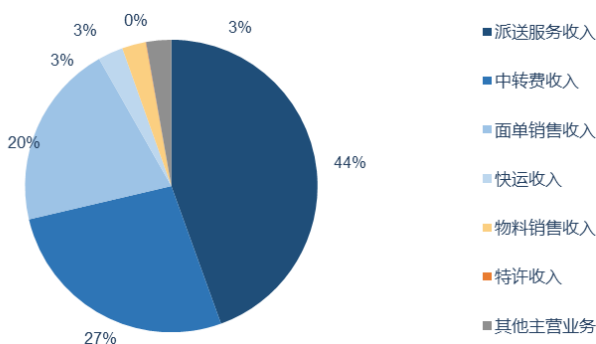
### 3. 成本及规模优势助力公司继续成长

公司远领先于行业的机械设备和运输工具投入及行业第二的业务量打造了成本及规模优势，保证公司在行业激烈价格战中具备较强的成本安全垫和加盟商稳定性。2019年激烈的价格战使二三线快递企业逐步被挤出市场，行业进入头部竞争格局。由于头部企业在网络建设、成本管控、业务规模之间的差距并不像领先企业与二三线企业之间的差距那么明显，因此头部企业之间的分化速度将减缓。但在新一轮头部企业分化的过程中，以中通、韵达为代表的头部优势企业有望进一步扩大规模优势。公司市占率稳步提升且新增业务量市占率已远领先头部落后企业。公司成本及规模优势有望维持公司强竞争力，在头部企业分化中，继续成长。

#### 3.1. 稳扎稳打，业务规模居行业第二

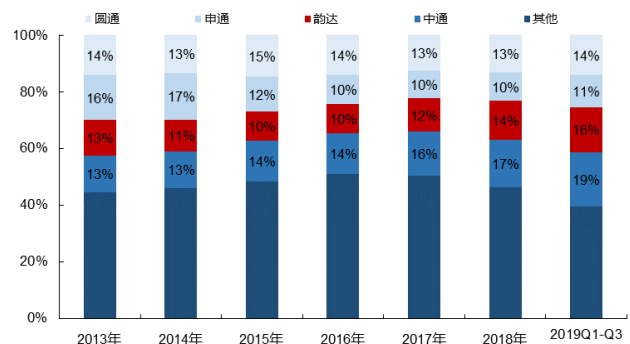
20年主业深耕，业务量占比达行业第二。公司前身为申通快递慈溪分公司，于1999年成立，2007年公司与淘宝网签约，正式进军电商快递行业。成立至今公司对电商业务、快运业务、时效件进行过多元化布局，但仍主要以电商快递为主，目前电商快递业务占据公司营收比例近90%。从成立至今，公司一直稳扎稳打，从2013年至今公司业务量占行业比例稳步提升，2019年前三季度公司业务量市占率达16%，居行业第二。

图 28: 2019H1 韵达股份各项业务营业收入占比



数据来源：公司公告，东北证券

图 29: 各公司业务量市占率变化



数据来源：各公司公告，东北证券

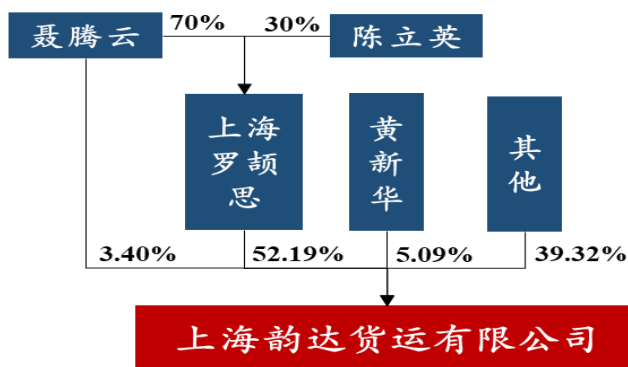
表 9: 韵达股份的历史沿革

时间	事件
1999年8月	公司在上海成立，总部位于上海，其前身为申通快递慈溪分公司。
2002年	率先开通官网。
2007年	与淘宝网签约，成立淘宝事业部，正式开启电商快递配送服务。
2008年	公司全网络实施有偿派送。
2009年	公司与阿里巴巴签约，成为阿里巴巴诚信通首批战略合作加盟物流商。
2011年	公司获得复星集团、联想创投入股。
2015年	公司投资创建丰巢；“优递爱”网上购物商城上线，公司进军跨境电商市场。
2016年	公司获复星集团、中国平安、招商银行、东方富海、云晖投资的联合注资；公司开始打造“仓配一体化”服务；公司借壳新海股份在深交所上市。
2017年	公司正式入局快运市场；更名为“韵达股份”。
2018年	公司投资浙江驿站，退股丰巢；公司正式入局大件快递市场及同城配送领域。
2019年	公司剥离快运业务，聚焦主业。上线韵达特快，布局时效件产品。

数据来源：东北证券

公司股权结构稳定，大股东拥有绝对控制权。公司实际控制人为聂腾云和陈立英夫妇，通过上海罗颀思投资管理有限公司持有韵达股份 52.19% 股权，股权结构稳定。目前聂腾云先生担任公司董事长和董事，陈立英女士担任副董事长及董事。

图 30: 韵达股份股权结构

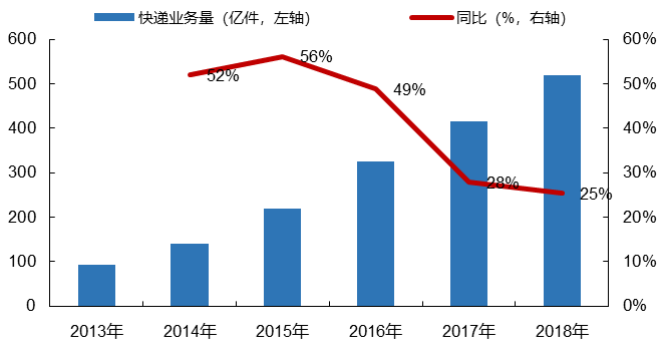


数据来源：公司公告，东北证券

### 3.2. 乘快递发展东风，业绩快速增长

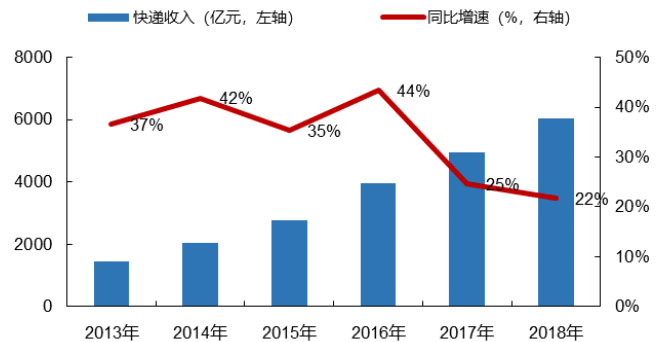
快递行业高速发展，公司业绩稳步增长。受益于电商高速发展，作为连接买家与卖家的快递物流环节随之腾飞。2013 年-2018 年国内快递业务量及收入增速均维持高速增长，年均复合增长率分别达 41%、33%。公司作为国内快递行业的头部企业随之高速增长，2013 年-2018 年营业收入和扣非后归母净利润年均复合增长率分别为 26%、71%。2019 年公司调整口径将派送费计入收入与成本，因此 2019 年前三季度公司整体营收增长明显，扣非后归母净利润依然维持 27% 高增长。

图 31: 快递行业业务量及增速



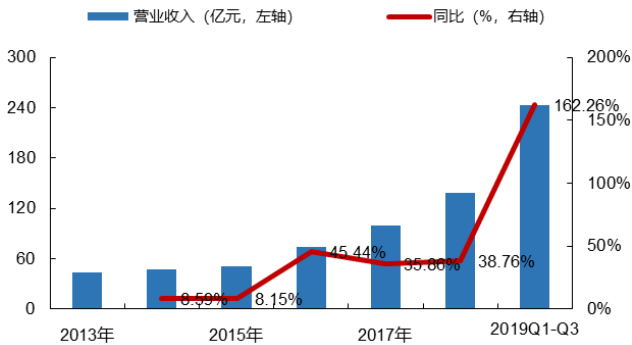
数据来源: 国家邮政局, 东北证券

图 32: 快递行业业务收入及增速



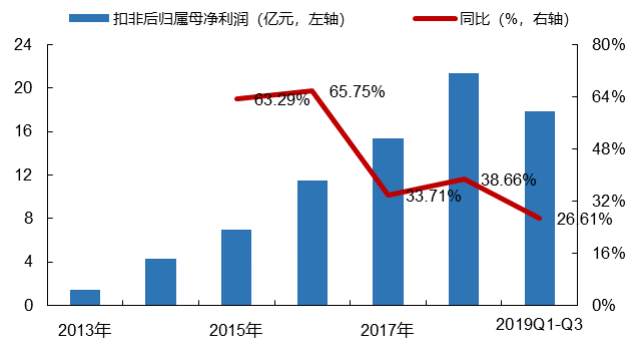
数据来源: 国家邮政局, 东北证券

图 33: 2013 年至今公司营业收入及增速



数据来源: 公司公告, 东北证券

图 34: 2013 年至今公司扣非后归母净利润及增速



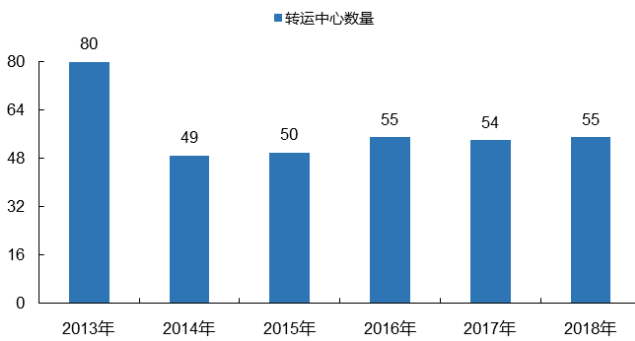
数据来源: 公司公告, 东北证券

### 3.3. 精益管理提升成本优势, 规模领先强化竞争能力

#### 3.3.1. 精细化管理打造成本优势, 对冲价格战风险

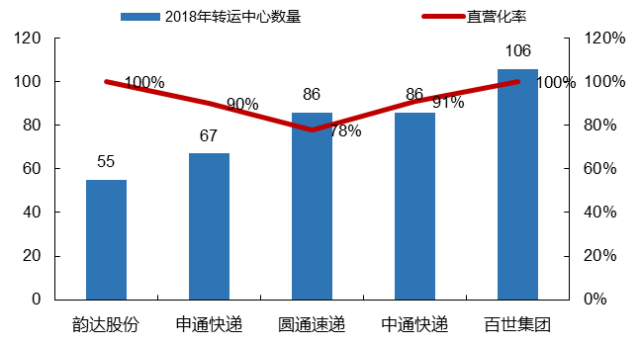
主动减少转运中心数量, 全面直营确保管控。2013 年公司拥有转运中心 80 个, 为提升单个转运中心业务转运能力及加强管控, 公司根据快递业务量、流向及个区域业务量变化, 整合优化转运中心, 将区域内二级转运中心合并至一级转运中心, 2014 年便优化为 49 个, 并在业内成为第一家转运中心直营化 100% 的公司。通过精简转运中心数量, 最大化利用转运中心处理能力, 公司以行业最少转运中心支撑行业第二规模的业务量。

图 35: 韵达股份转运中心数量变化 (个)



数据来源: 公司公告, 东北证券

图 36: 2018年快递企业转运中心数量及直营率



数据来源: 各公司公告, 东北证券

精细化管理, 以质取胜, 不断提升转运中心自动化水平。转运中心自动化水平能够极大提升工作效率, 从而降低人工成本。以公司“自动交叉带”分拣系统为例, 分拣效率高达 20000 票/小时, 并且分拣差错率仅为 0.0001, 处理同等货量可节省 40% 人工成本, 有效避免人工分拣差错高带来的二次处理成本和车线资源浪费。转运中心自动化水平不仅能够提高工作效率节省成本, 更能提高快递时效及稳定性。目前, 快递行业业务量以每年 25%+ 增速高速增长, 持续自动化设备的投入才能保证公司运转效率和产能。公司在自动化设备方面的投入不遗余力, 对比同行快递企业上市至今募投项目, 公司资金主要用于设备采购及自动化项目升级, 不断提升整体效率。

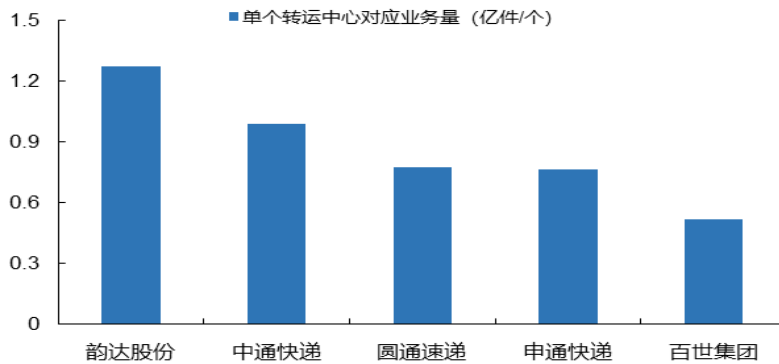
表 10: A 股上市快递企业募集资金投向

募投项目名称	计划投资金额 (亿元)
智能仓配一体化转运中心建设项目	19.73
韵达股份	
转运中心自动化升级项目	20.52
快递网络运能提升项目	12.55
供应链智能信息化系统建设项目	6.97
圆通速递	
多功能转运及仓储一体化建设项目	23
转运中心自动化升级项目	13.5
申通快递	
中转仓配一体化项目	15.94
运输车辆购置项目	5.17
技改及设备购置项目	3.35
信息一体化平台项目	5

数据来源: 各公司公告, 东北证券

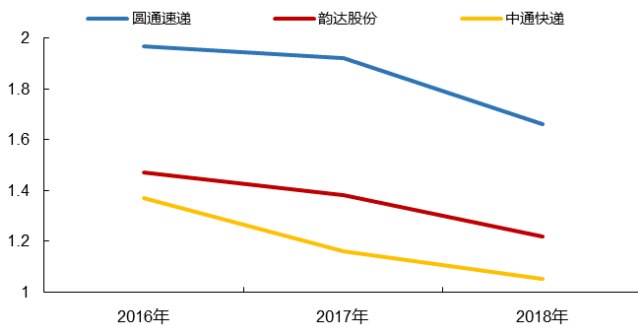
以最少转运中心支撑行业第二业务量, 基础设施投入远超同行。对比同行业可比公司, 2015 年-2018 年公司机器设备及运输设备的账面价值绝对值及增速均远高于同行, 且自动化设备投入占据公司总固定资产账面价值比例达 53%。远超同行自动化设备的投入使公司单个转运中心具备更高效率, 对比同行业各家企业, 公司单个转运中心处理业务量为行业最高。高效的转运效率以及大量业务的均摊, 公司转运成本处于行业低位。对比 2016 年-2018 年各公司单票成本, 韵达处于行业低位。

图 37: 各家快递企业单个转运中心对应业务量



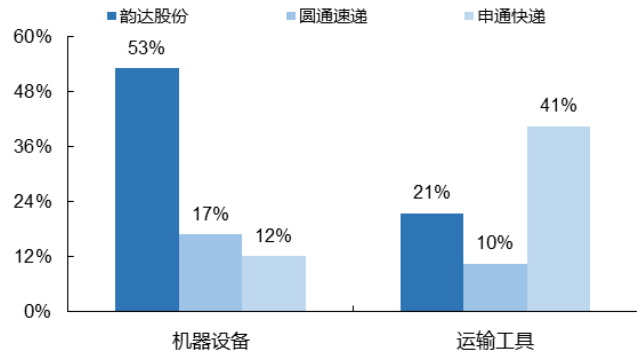
数据来源: 各公司公告, 东北证券

图 38: 快递企业单票成本对比 (中转+运输, 元)



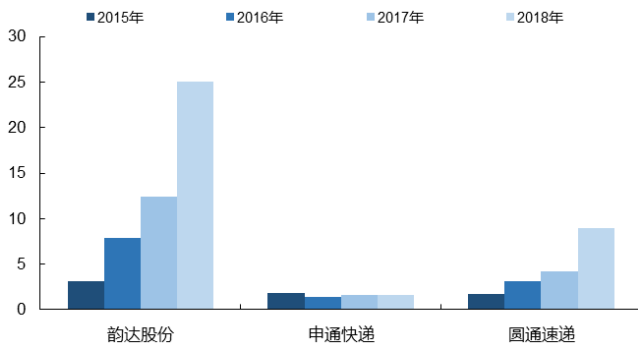
数据来源: 各公司公告, 东北证券

图 39: 机器设备及运输工具占固定资产比例



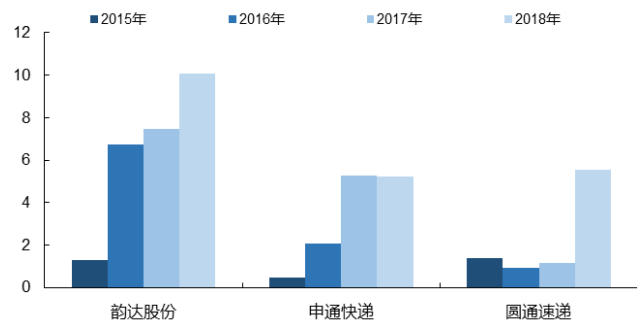
数据来源: 各公司公告, 东北证券

图 40: 快递企业机器设备账面价值比较 (亿元)



数据来源: 各公司公告, 东北证券

图 41: 快递企业运输设备账面价值比较 (亿元)



数据来源: 各公司公告, 东北证券

### 3.3.2. 规模优势降低成本及提升加盟商稳定性

快递行业竞争不仅体现在价格、时效、服务方面的竞争, 更体现为加盟商之间的竞争。而快递企业的规模优势将强化公司在价格及时效优势, 同时更有利于提升加盟商网点的稳定性。

- **价格与时效:** 在价格方面, 一方面业务规模的提升可以均摊单票转运及运输费用, 从而降低单票整体成本, 另一方面, 韵达对于发货量较大的加盟网点在满足装载率要求的情况下, 加盟商的快件不经始发转运中心直接送达末端转运中心进行处理, 这种直跑模式能够减少转运环节, 有效减少转运费用并增加时效。

2015 年，加盟商直跑承担的货运量占全部货运量 15.46%，直接减少中转费用约 5.75 亿元。2018 年，公司直跑比例提升 2.41pct。在时效方面，业务量的增加可使车辆在更短时间内达到一定装载率，增加发车频次，提升运输时效。对比国内快递企业时限指标排名，韵达全程时限排名行业第三，为加盟制企业中最优。

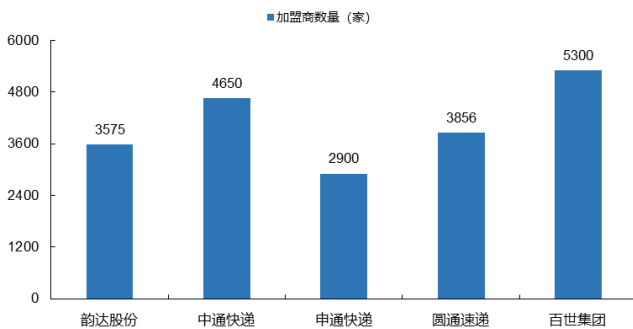
表 11: 2018 年快递服务品牌主要时限指标排名表现

排名	时限	全程时限	寄出地处理时限	运输时限	寄达地处理时限	投递时限	72 小时准时率
	顺丰速运	1	1	1	1	1	1
	邮政 EMS	2	3	2	2	2	2
	韵达速递	3	2	5	3	7	3
	中通快递	4	6	4	4	5	4
	圆通速递	5	8	3	6	3	6

资料来源：《快递服务时限准时率测试结果》，东北证券

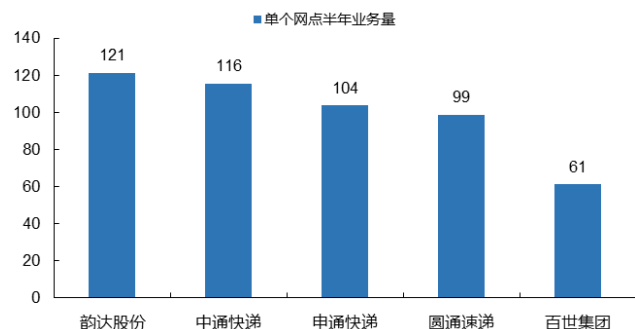
- **加盟商稳定性：**公司以行业第三多的加盟商数量支撑着行业第二的业务量。根据 2019H1 快递业务量测算，韵达单个加盟商对应的业务量为 121 万票，为全行业最高。各加盟商在有充足业务量保证的情况下，加盟商盈利能力能得到更充足保证，稳定性更强。

图 42: 2019 年 H1 电商快递上市企业加盟商数量



数据来源：各公司公告，东北证券

图 43: 19H1 快递企业单个加盟商业务量 (万票)

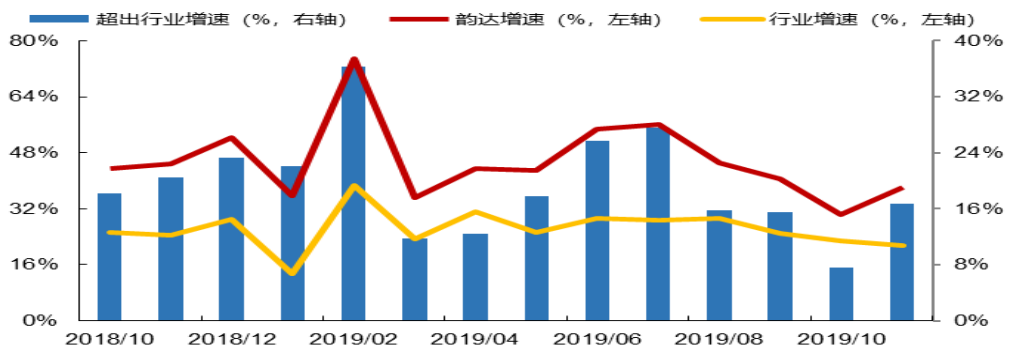


数据来源：各公司公告，东北证券

### 3.3.3. 业务量高速增长，规模继续提升

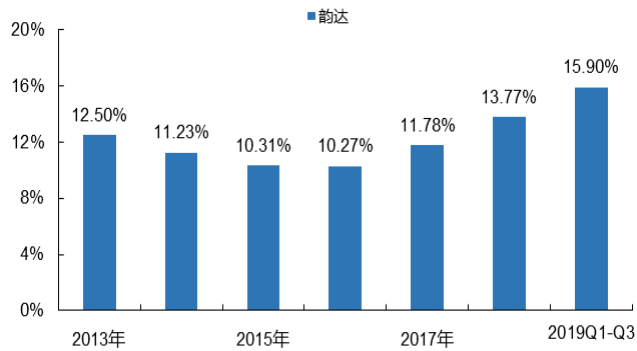
业务量快速增长，规模持续扩大。2018 年 10 月至今公司业务量同比增速维持在 40% 以上，平均较行业高出 15pct，对比业务量增量市占率基本处于 20% 以上，业务规模不断扩大。目前公司市占率持续提升，2019 年前三季度已达行业 15.9%，距离行业第一中通快递差 3pct，领先行业第三圆通速递 2pct。

图 44: 公司快递业务量增速及行业增速比较



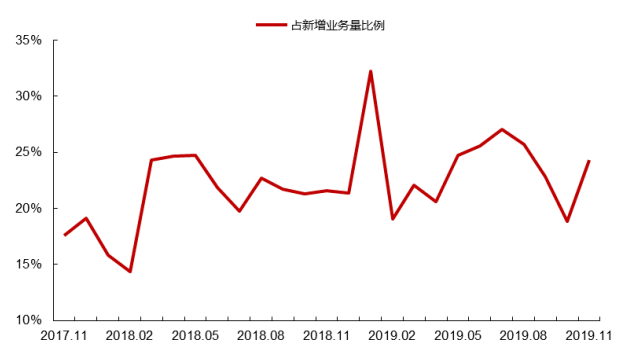
数据来源：公司公告，东北证券

图 45: 公司市占率稳步提升



数据来源：公司公告，东北证券

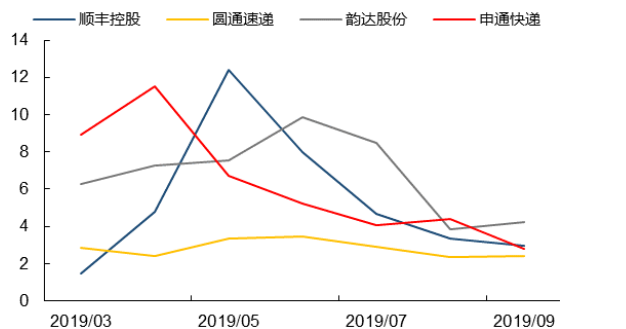
图 46: 公司占行业新增业务量比例 (%)



数据来源：公司公告，东北证券

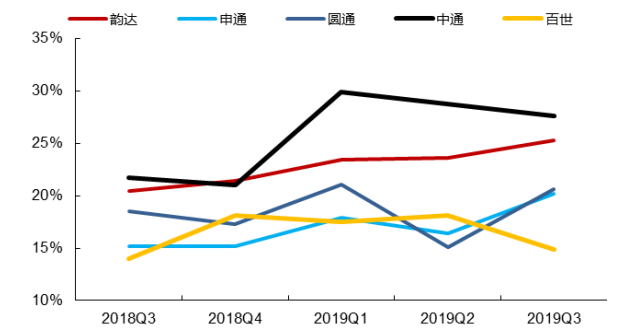
行业竞争加剧，头部企业继续分化，韵达继续增强。随着 2019 年激烈的价格战，二三线快递企业逐步被挤出市场，行业进入头部竞争格局。由于头部企业在网络建设、成本管控、业务规模之间的差距并不像领先企业与二三线企业之间的差距那么明显，因此头部企业之间的分化速度将减缓。以快递业务量与快递单票价格增速百分比的比值来看，随着今年二三线快递企业被挤出市场，头部企业通过降低单票价格 1pct 对业务量拉动速度也放缓。但头部领先企业在成本管控与业务量规模占据领先地位，仍将在激烈价格战中保持优势。以各家快递企业新增业务量市占率变化来看，以中通和韵达为代表的具备成本及规模优势的企业新增业务量市占率远超其他竞争对手。在新一轮头部企业分化的过程中，以中通、韵达为代表的头部优势企业有望进一步扩大规模优势。

图 47: 快递企业业务量对价格弹性 (%)



数据来源：各公司公告，东北证券

图 48: 快递企业新增业务量市占率 (%)



数据来源：各公司公告，东北证券



附表：财务报表预测摘要及指标

资产负债表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	1,920	11,870	18,141	24,666	净利润	2,602	2,822	3,441	4,387
交易性金融资产	0	0	0	0	资产减值准备	25	0	0	0
应收款项	537	1,004	1,321	1,625	折旧及摊销	691	832	1,072	1,272
存货	39	97	125	153	公允价值变动损失	0	0	0	0
其他流动资产	7,674	8,847	9,878	10,912	财务费用	19	30	49	62
<b>流动资产合计</b>	<b>10,170</b>	<b>21,817</b>	<b>29,465</b>	<b>37,355</b>	投资损失	-758	-190	-100	-100
可供出售金融资产	838	0	0	0	运营资本变动	1,101	7,620	3,223	3,135
长期投资净额	91	85	85	85	其他	34	39	40	40
固定资产	4,717	5,810	6,856	7,649	<b>经营活动净现金流量</b>	<b>3,714</b>	<b>11,153</b>	<b>7,724</b>	<b>8,796</b>
无形资产	1,222	1,558	1,883	2,220	<b>投资活动净现金流量</b>	<b>-7,728</b>	<b>-1,417</b>	<b>-2,542</b>	<b>-2,510</b>
商誉	16	16	16	16	<b>融资活动净现金流量</b>	<b>4,071</b>	<b>213</b>	<b>1,089</b>	<b>238</b>
<b>非流动资产合计</b>	<b>7,911</b>	<b>8,647</b>	<b>10,177</b>	<b>11,475</b>	<b>企业自由现金流</b>	<b>-2,366</b>	<b>-7,592</b>	<b>-2,452</b>	<b>-1,230</b>
<b>资产总计</b>	<b>18,081</b>	<b>30,464</b>	<b>39,643</b>	<b>48,829</b>					
短期借款	400	965	1,265	1,565	财务与估值指标				
应付款项	3,018	6,909	9,090	11,117		2018A	2019E	2020E	2021E
预收款项	907	2,241	2,902	3,561	每股指标				
一年内到期的非流动负债	0	0	0	0	每股收益 (元)	1.21	1.29	1.58	2.02
<b>流动负债合计</b>	<b>6,479</b>	<b>16,361</b>	<b>21,262</b>	<b>26,062</b>	每股净资产 (元)	5.15	6.29	8.25	10.26
长期借款	0	0	0	0	每股经营性现金流量 (元)	1.67	5.01	3.47	3.95
其他长期负债	60	60	60	60	成长性指标				
<b>长期负债合计</b>	<b>60</b>	<b>60</b>	<b>60</b>	<b>60</b>	营业收入增长率	38.76%	155.38%	26.65%	23.37%
<b>负债合计</b>	<b>6,539</b>	<b>16,422</b>	<b>21,322</b>	<b>26,122</b>	净利润增长率	69.76%	6.51%	22.32%	27.67%
归属于母公司股东权益合计	11,460	14,012	18,364	22,852	盈利能力指标				
少数股东权益	81	30	-44	-145	毛利率	28.02%	14.50%	14.00%	14.35%
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>18,081</b>	<b>30,464</b>	<b>39,643</b>	<b>48,829</b>	净利率	19.47%	8.12%	7.84%	8.12%
					运营效率指标				
					应收账款周转率 (次)	11.38	10.35	10.76	10.73
					存货周转率 (次)	1.16	1.17	1.19	1.18
					偿债能力指标				
					资产负债率	36.17%	53.91%	53.79%	53.50%
					流动比率	1.57	1.33	1.39	1.43
					速动比率	1.56	1.32	1.37	1.42
					费用率指标				
					销售费用率	1.26%	0.63%	0.63%	0.63%
					管理费用率	5.69%	3.40%	3.12%	3.11%
					财务费用率	-0.12%	-0.14%	-0.25%	-0.29%
					分红指标				
					分红比例	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					股息收益率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					估值指标				
					P/E (倍)	25.00	25.40	20.77	16.27
					P/B (倍)	5.89	5.21	3.98	3.19
					P/S (倍)	4.05	2.06	1.63	1.32
					净资产收益率	23.54%	20.51%	19.14%	19.64%

利润表 (百万元)				
	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	13,856	35,386	44,816	55,288
营业成本	9,974	30,255	38,542	47,354
营业税金及附加	50	57	67	83
资产减值损失	25	0	0	0
销售费用	175	223	282	348
管理费用	789	1,203	1,398	1,719
财务费用	-17	-51	-111	-161
公允价值变动净收益	0	0	0	0
投资净收益	758	190	100	100
<b>营业利润</b>	<b>3,620</b>	<b>3,881</b>	<b>4,722</b>	<b>6,012</b>
营业外收支净额	-69	-41	-41	-41
<b>利润总额</b>	<b>3,550</b>	<b>3,840</b>	<b>4,681</b>	<b>5,971</b>
所得税	948	1,018	1,240	1,584
净利润	2,602	2,822	3,441	4,387
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>2,698</b>	<b>2,874</b>	<b>3,515</b>	<b>4,488</b>
少数股东损益	-96	-51	-74	-101

资料来源：东北证券

### 分析师简介:

**瞿永忠:** 北京交通大学系统所硕士, 北京交通大学运输系本科, 现任东北证券研究所所长助理, 交运行业首席分析师。曾任方正证券研究所分析师, 国金证券研究所高级分析师, 宏源证券研究所首席分析师。10年实业工作经验, 深厚铁路、供应链物流和制造业工作经验, 2010年以来具有10年证券研究从业经历。获得2011年新财富第4名, 金牛奖第3名和水晶球第4名; 2013年腾讯天眼第3名, 21世纪第2名; 2014年新财富第5名, 金牛第2名; 2019年金牛第1名。

**杨振华:** 浙江大学政治经济学硕士, 浙江大学经济学本科, 现任东北证券交运组研究人员。2019年加入东北证券研究所。

**王哲宇:** 上海交通大学船舶与海洋工程硕士, 华中科技大学船舶与海洋工程本科, 现任东北证券交运组研究助理。2019年加入东北证券研究所。

### 重要声明

本报告由东北证券股份有限公司(以下简称“本公司”)制作并仅向本公司客户发布, 本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告中的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅反映本公司于发布本报告当日的判断, 不保证所包含的内容和意见不发生变化。

本报告仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或征价。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的证券买卖建议。本公司及其雇员不承诺投资者一定获利, 不与投资者分享投资收益, 在任何情况下, 我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

本公司或其关联机构可能会持有本报告中涉及到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 并在法律许可的情况下不进行披露; 可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务、财务顾问等相关服务。

本报告版权归本公司所有。未经本公司书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 须在本公司允许的范围内使用, 并注明本报告的发布人和发布日期, 提示使用本报告的风险。

本报告及相关服务属于中风险(R3)等级金融产品及服务, 包括但不限于A股股票、B股股票、股票型或混合型公募基金、AA级别信用债或ABS、创新层挂牌公司股票、股票期权备兑开仓业务、股票期权保护性认沽开仓业务、银行非保本型理财产品及相关服务。

若本公司客户(以下简称“该客户”)向第三方发送本报告, 则由该客户独自为此发送行为负责。提醒通过此途径获得本报告的投资者注意, 本公司不对通过此种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

### 分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 并在中国证券业协会注册登记为证券分析师。本报告遵循合规、客观、专业、审慎的制作原则, 所采用数据、资料的来源合法合规, 文字阐述反映了作者的真实观点, 报告结论未受任何第三方的授意或影响, 特此声明。

### 投资评级说明

股票投资 评级说明	买入	未来6个月内, 股价涨幅超越市场基准15%以上。
	增持	未来6个月内, 股价涨幅超越市场基准5%至15%之间。
	中性	未来6个月内, 股价涨幅介于市场基准-5%至5%之间。
	减持	在未来6个月内, 股价涨幅落后市场基准5%至15%之间。
	卖出	未来6个月内, 股价涨幅落后市场基准15%以上。
行业投资 评级说明	优于大势	未来6个月内, 行业指数的收益超越市场平均收益。
	同步大势	未来6个月内, 行业指数的收益与市场平均收益持平。
	落后大势	未来6个月内, 行业指数的收益落后于市场平均收益。

东北证券股份有限公司

 网址: <http://www.nesc.cn> 电话: 400-600-0686

地址	邮编
中国吉林省长春市生态大街 6666 号	130119
中国北京市西城区锦什坊街 28 号恒奥中心 D 座	100033
中国上海市浦东新区杨高南路 729 号	200127
中国深圳市福田区福中三路 1006 号诺德中心 22A	518038
中国广东省广州市天河区冼村街道黄埔大道西 122 号之二星辉中心 15 楼	510630

## 机构销售联系方式

姓名	办公电话	手机	邮箱
<b>华东地区机构销售</b>			
阮敏 (副总监)	021-20361121	13564972909	ruanmin@nesc.cn
吴肖寅	021-20361229	17717370432	wuxiaoyin@nesc.cn
齐健	021-20361258	18221628116	qijian@nesc.cn
陈希豪	021-20361267	13262728598	chen_xh@nesc.cn
李流奇	021-20361258	13120758587	Lilq@nesc.cn
孙斯雅	021-20361121	18516562656	sunsiya@nesc.cn
李瑞暄	021-20361112	18801903156	lirx@nesc.cn
周嘉茜	021-20361133	18516728369	zhoujq@nesc.cn
刘彦琪	021-20361133	13122617959	liuyq@nesc.cn
<b>华北地区机构销售</b>			
李航 (总监)	010-58034553	18515018255	lihang@nesc.cn
殷璐璐	010-58034557	18501954588	yinlulu@nesc.cn
温中朝	010-58034555	13701194494	wenzc@nesc.cn
曾彦戈	010-58034563	18501944669	zengyg@nesc.cn
安昊宁	010-58034561	18600646766	anhn@nesc.cn
周颖	010-63210813	18153683452	zhouying1@nesc.cn
<b>华南地区机构销售</b>			
刘璇 (副总监)	0755-33975865	18938029743	liu_xuan@nesc.cn
刘曼	0755-33975865	15989508876	liuman@nesc.cn
周逸群	0755-33975865	18682251183	zhouyq@nesc.cn
王泉	0755-33975865	18516772531	wangquan@nesc.cn
周金玉	0755-33975865	18620093160	zhoujy@nesc.cn
陈励	0755-33975865	18664323108	Chenli1@nesc.cn